



meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

달러 강세와 유동성 환경 점검

오늘의 차트

GRNR, 유럽 집중 그린빌딩 ETF 출시

칼럼의 재해석

미국 소비와 Wealth Effect

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 글로벌 투자전략 - 선진국
Analyst 황수욱
02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

달러 강세와 유동성 환경 점검

- ✓ 지난주 달러 외에 모든 자산 가격 하락 움직임 포착. 유동성 환경 점검할 필요
- ✓ 최근 유동성 환경은 위험한 수준은 아니지만 tight해지는 모습 포착되고 있음
- ✓ 구조적 충격 유발할 수준 아니라면 달러 강세는 미국 우위 환경 이어지게 하는 요인

지속되는 달러 강세 속 지난주 달러 외 대부분 자산 가격 하락

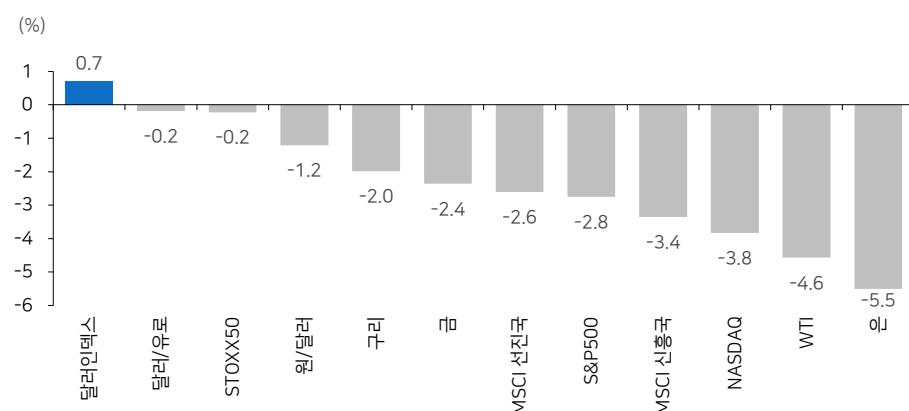
지난주 달러 제외한 대부분
자산 가격 하락

지난주 달리를 제외한 모든 자산 가격이 하락했다. 달러인덱스는 4월 14일 이후 100pt를 상회하기 시작했고 지난주에는 0.7% 상승한 101.2pt를 기록했다. S&P500은 전주대비 2.8% 하락했고, 원자재 가격지수인 CRB 지수는 각각 2.4% 하락했다. 안전자산으로 꼽히는 금과 은 가격이 함께 하락한 것도 눈에 띈다. 높아진 금리인상 기대를 반영하며 채권 금리도 상승했다. 미국채 10년 금리는 전주대비 7.1bp 상승한 2.9%, 2년 금리는 21.3bp 상승한 2.67%를 기록 중이다.

유동성 선호 심화에 따른
충격 가능성 점검

전쟁과 정책 불확실성이 유동성 선호심리를 키우는 것으로 보인다. 그런데 과도한 유동성 선호는 금융 시스템에 충격을 줄 수 있다. 2020년 3월 COVID 초 현실화되어 모든 자산 가격이 급락했던 경험이 있다. 지난주 1년 반만에 나타난 일간 3%의 미국증시 하락이 유동성 리스크의 전조현상일 수 있다는 우려도 가능하다.

그림1 지난주 주간 금융시장 주요 자산 수익률(4월 22일 기준)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유동성 환경 점검: 아직은 우려할 수준은 아니다

주요 시장 지표 점검

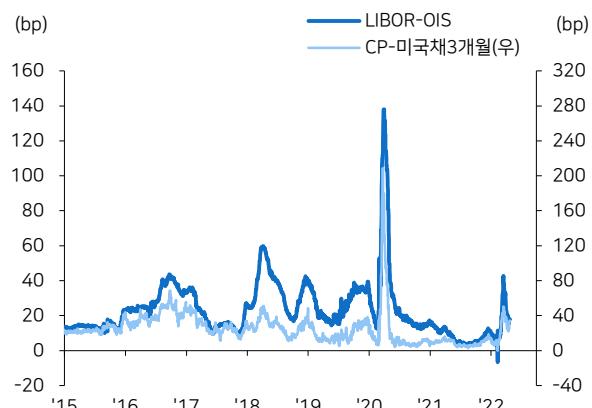
단기자금시장 지표는 3월 FOMC 전후 정점을 지나 하락하다가 지난주부터 상승하기 시작

이러한 배경에서 핵심적으로 확인할 수 있는 유동성 지표들을 정리하면 아래와 같다. 단기자금시장에서 확인하는 지표는 LIBOR-OIS, CP-미국채 3개월물 스프레드다. 전쟁 우려와 정책 불확실성이 정점에 달하던 3월 FOMC 전후로 고점을 통과하여 안정화되다가 지난주부터 다시 조금씩 상승하기 시작했다. LIBOR-OIS 스프레드가 100bp를 상회하면 위험상황으로 인지하는데, 4월 22일 기준 18bp다.

하이일드 스프레드는 변동성 크지 않고, CDS 프리미엄은 연초 이후 상승 중

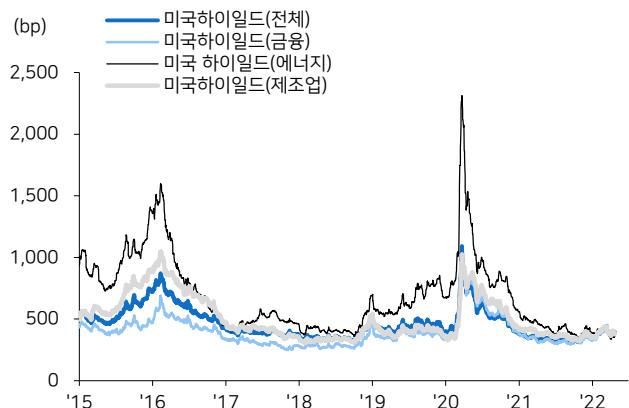
하이일드 스프레드는 단기자금시장보다 변동성이 크지 않았다. 제조업, 에너지, 금융 업종 하이일드 스프레드 모두 400bp를 하회하고 있는데, 경험적으로 700bp를 넘을 때 위험한 상황으로 인식한다. CDS 프리미엄도 중요 위험지표 중 하나로 확인한다. 연초 이후 IG, HY 등급 CDS 프리미엄도 상승 추세를 이어오며 4월 22일 기준 각각 80bp, 435bp다. 경험적으로 각각 200bp, 700bp를 상회할 때 위험상황으로 인지할 수 있는데, 아직은 위험상황은 아니다.

그림2 단기 유동성: LIBOR-OIS, CP-미국채3개월 스프레드



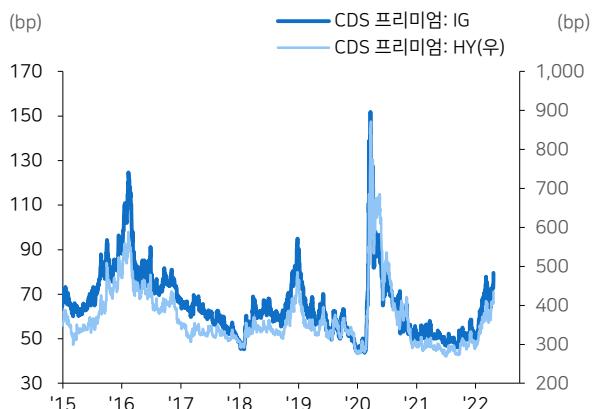
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 업종별 하이일드 스프레드



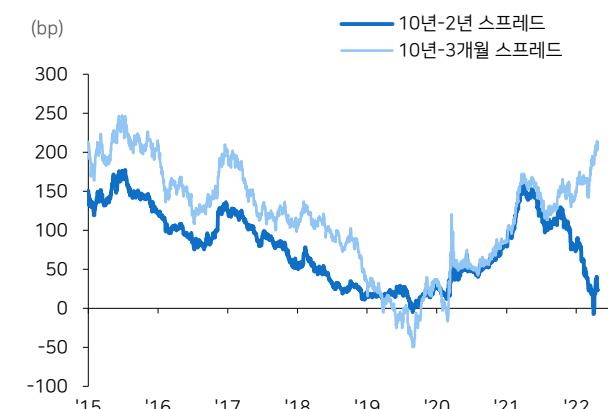
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 CDS 프리미엄: IG, HY 등급



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 장단기 금리차: 10년-2년, 10년-3개월 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

금융환경 점검 (1): 금융환경지수

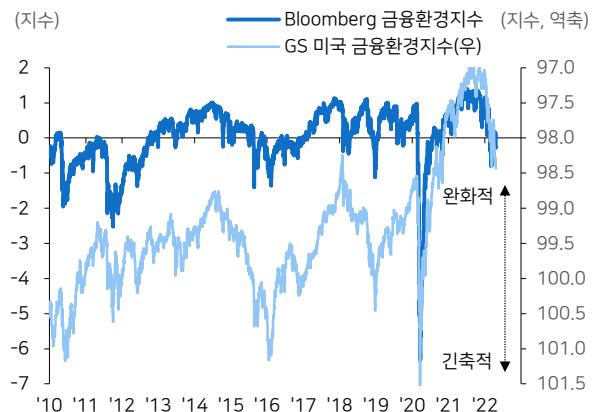
Bloomberg 미국 금융환경지수
악화됐으나 아직 위험수준은 아님

위의 자금/신용시장 지표에 더해 주식/채권시장 지표를 종합한 것이 금융환경지수다. Z-score의 개념인데, 현재 금융 상황이 평균 상황보다 완화적인지 긴축적인지를 나타낸다. Bloomberg 금융환경지수는 작년 7월을 고점(1.41) 이후 지속적으로 하락했고, 전쟁이 본격화된 3월 이후 기준선(0)을 하회하기 시작했다. 3월 8일 저점 이후 다시 반등했으나, 지난주 주가 하락 영향으로 4월 22일 기준 -0.28을 기록 중이나, 우리가 생각하는 위험 수준(-3.5)에는 아직 미치지 못했다.

전쟁과 정책 불확실성으로
Risk-off 확대, 최근 금융환경
긴축 정도 강화시킨 요인

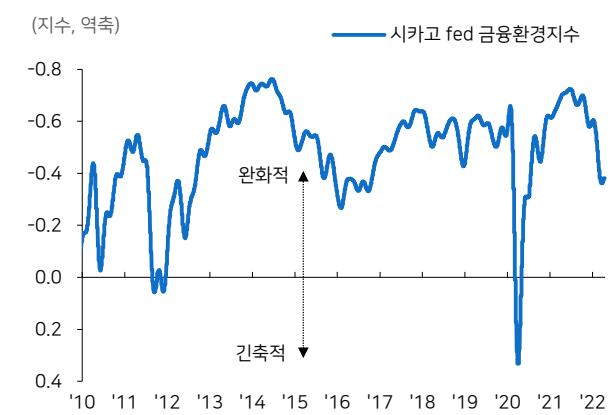
시카고 연준은 4가지(리스크, 크레딧, 레버리지, 비재무 레버리지) 요인으로 구분한 105개 지표를 바탕으로 주간 금융환경지수를 발표한다. 4월 둘째주 미국 금융환경지수는 -0.38로 평균적으로 완화적인 금융 상황임을 나타낸다. 다만 연초 이후 지수가 계속 상승하여 금융환경이 tightening되는 중이다. 요인별로 보면 레버리지 환경은 완화적이나 크레딧과 비재무 레버리지 환경은 COVID 이후 계속 tightening 중이며, 연초 이후부터는 전쟁과 정책 불확실성이 유발한 리스크 factor가 전반적인 금융환경을 긴축적으로 바꾼 주된 요인으로 작용하고 있다.

그림6 Bloomberg, Goldman Sachs 금융환경지수



자료: Bloomberg, Goldman Sachs, 메리츠증권 리서치센터

그림7 시카고 연준 금융환경지수 추이



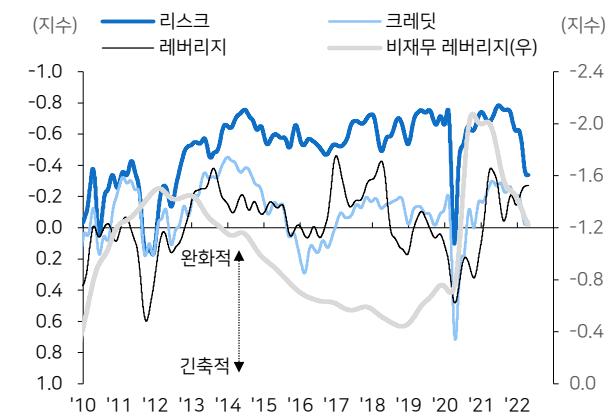
자료: Chicago Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림8 시카고 연은 금융환경지수: 요인별 구성요소

| 세부지수 | 구성항목 |
|----------|---|
| 크레딧 | 크레딧 스프레드, 소비자 신용잔고, 은행 대출태도, MZM, OVX 등 |
| 리스크 | AB-CP 스프레드, CP 발행량, 유로달러 스프레드, 레포/OIS/리보-국채 스프레드, IRS 스프레드, VIX, MOVE 등 |
| 레버리지 | 회사채/CMBS/정부부채 발행량, 국채 10년 고정금리, GDP 대비 금융기관 총자산, 즉시 상장사 시가총액, 상업은행 총자산 대비 역레포/부동자산 비중 등 |
| 비금융 레버리지 | 가계부채 및 내구재/거주용 투자, GDP 대비 비금융기관 부채 비중 |

자료: Chicago Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림9 시카고 연은 금융환경지수: 요인별 움직임



자료: Chicago Fed, 메리츠증권 리서치센터

금융환경 점검 (2): 금융시장 스트레스 지수

미국 금융시장 스트레스지수
3월 FOMC 전후 peak-out. 이후
안정화되다가 지난주부터 상승

세부항목 중 스트레스 지수가
높아질 때 함께 오르던 안전자산
지수가 이번 국면에는 하락

미국 재무부 산하의 금융조사국(OFR)은 금융환경지수와 유사한 방법으로 금융 시장 스트레스 지수를 산출해 일간 데이터로 발표한다. 최근 미국 금융시장 스트레스 지수도 3월 FOMC 전후로 peak-out한 이후 안정화되다가 지난주부터 (+)로 돌아서며 금융시장 스트레스가 평균보다 높아지고 있음을 시사했다(4월 22일 0.21). 연초 이후 금융시장 스트레스를 확대시킨 요인은 주가 하락과 변동성 확대가 상당부분을 차지하고 있다.

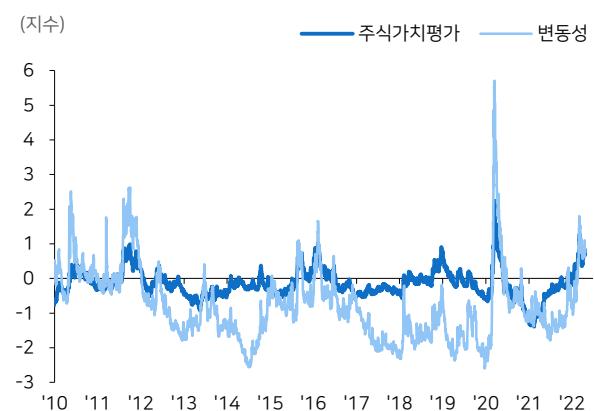
크레딧과 자금시장 관련한 지표는 금융환경지수와 유사하게 움직였다. 3월 FOMC 전후로 스트레스 지수가 상승한 이후 다시 하향 추세였다가 지난주부터 다시 오르기 시작했다. OFR 금융시장 스트레스지수에서는 세부항목에서 안전자산 지수를 따로 집계하고 있는데, 과거 금융시장 스트레스가 높아질 때와 다르게 최근 흐름은 안전자산 지수가 하락하는 추세가 나타난다. 채권 영향이 클 것으로 보이며, 금 가격이 다시 하락하고 있는 영향도 반영되었을 개연성이 높다.

그림10 OFR 금융시장 스트레스 지수: 미국, 선진국



자료: Office of Financial Research, 메리츠증권 리서치센터

그림11 OFR 스트레스 지수 세부항목: 주식가치평가, 변동성



자료: Office of Financial Research, 메리츠증권 리서치센터

그림12 OFR 스트레스 지수 세부항목: 크레딧, 자금 조달



자료: Office of Financial Research, 메리츠증권 리서치센터

그림13 OFR 스트레스 지수 세부항목: 안전자산



자료: Office of Financial Research, 메리츠증권 리서치센터

유동성 리스크 아직 위험수준 아니지만 주시 필요

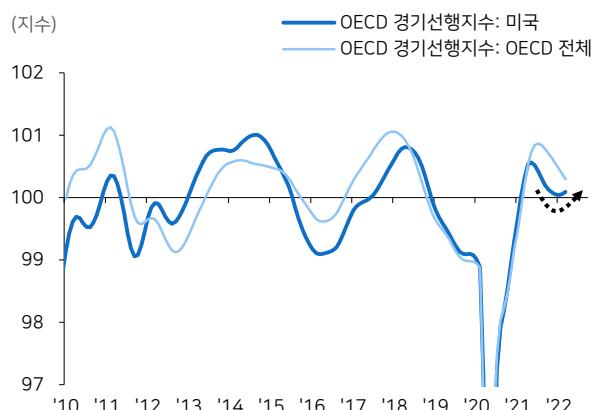
유동성 위험이 크레딧/자금시장으로 확산되는지 여부 주시 필요

시장 전반의 충격으로 범지지 않는다면 강달러는 미국 우위 환경 지지 요인

근래 강달러 조성 배경에는 1) 미국의 통화정책 가속화, 2) 안전자산 및 유동성 선호 심리 강화 등이 자리하고 있다. 지난주 글로벌 자산가격 흐름으로 볼 때, 유동성 위험 지표를 주의 깊게 관찰하는 것이 필요하다. 최근 유동성 환경은 전쟁과 통화정책 불확실성으로 악화되는 추세에 있는 것은 분명해 보인다. 당분간은 이러한 악영향이 크레딧 시장과 자금시장으로 확산되는지 여부를 살필 필요가 있다.

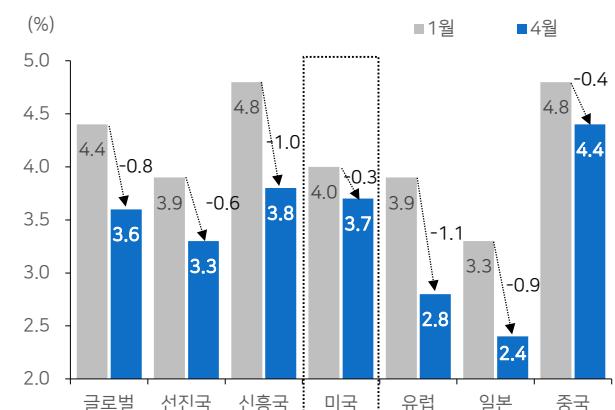
지난주 3월 OECD 경기선행지수가 발표되었는데 주요 선진국 중 미국만 상승추세로 돌아섰다. 또한 4월 공개된 IMF 세계경제전망에서 글로벌 성장전망이 하향조정되는 가운데에서도 미국의 전망치 하향폭은 제한적이었다. 달러 강세가 시장 전반의 충격으로 범지지 않는다면, 강달러는 이러한 미국 경제의 상대 우위 환경을 지속시킬 요인이 될 수 있다. 인플레 환경에서 강달러는 미국이 유리한 교역조건에서 원자재 및 기타 재화를 유리하게 소비할 수 있게 해준다. 글로벌 경기충격의 핵심 요인인 원자재 인플레이션 시대를 견뎌낼 체력이 될 수 있는 것이다.

그림14 OECD 경기선행지수: 미국 vs OECD 전체 국가



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림15 IMF 경제성장률 전망: 1월 전망치 vs 4월 전망치



자료: IMF WEO(2022.4), 메리츠증권 리서치센터

그림16 미국 vs 미국 제외 전세계 증시 수익률과 달러 인덱스

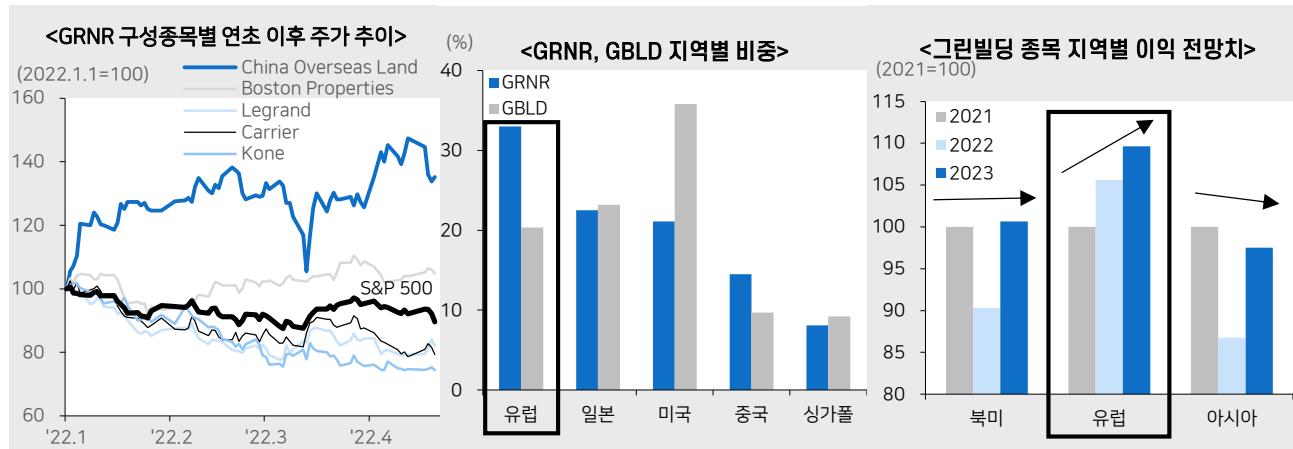


자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이정연 수석연구원

GRNR, 유럽 집중 그린빌딩 ETF 출시



자료: Refinitiv, ETF.com, 메리츠증권 리서치센터

신규 그린빌딩 ETF

GRNR 출시

Proshares 사에서 4월 7일 새로운 그린빌딩 ETF GRNR을 출시했다. 그린빌딩은 건물/건축에서 발생하는 에너지 및 탄소배출량을 절감하는 것을 목표로 하는 산업이다. GRNR은 그린빌딩 건축, 관리 및 소재 산업 매출 비중이 50% 이상인 글로벌 기업들로 구성돼 있다. 작년 4월 출시된 다른 그린빌딩 ETF GBLD와의 차이점을 통해 해당 ETF의 투자포인트를 찾아보자 한다.

GBLD 대비 유럽비중 높음

GBLD와의 가장 큰 차이점은 지역 구성비중이다. GBLD의 지역별 비중은 미국 35.8%, 유럽 20.3%지만 GRNR은 유럽 비중이 32.9%다. 그 중에서도 특히 프랑스가 11.3%로 유럽 내에서 큰 비중을 차지하고 있다. 업종 구성에서도 차이가 있다. GBLD가 대부분 REITS로 구성된 반면, GRNR은 직접적인 건설 개발/소재 비중이 15%로 더 높다.

유럽 반사수혜

유럽 기업 '22, '23 이익성장 기대

유럽은 친환경 측면에서 타지역 대비 반사수혜가 크다. Fit for 55 등을 통해 산업별로 구체적인 탄소배출규제안을 마련하고 있기 때문이다. 예를 들어 현재 매년 전체 건물 중 1%만 리모델링을 진행하는데 이를 3%까지 제고하고, 대기업에만 적용되는 에너지 감사를 병원, 학교 등에도 확대하는 방안 등이다. 이와 같은 정책적 수요를 반영하며 유럽 내 그린빌딩 기업들은 '22년, '23년 연간 5.6%, 3.8% 성장을 기록할 전망이다. '22년 역성장이 예상되는 북미, 아시아와 대비된다.

금리 불확실성 이후 국면

그린빌딩 장기성장성

GRNR 매력적

현재 인플레이션, 금리 인상 우려 등으로 GRNR 종목들의 성과가 부진하다. 하지만 친환경 및 탄소배출량을 절감해야한다는 세계적 합의가 지속되고 있고, 특히 건물/건축에서 발생하는 탄소배출량은 전체 에너지관련 배출량의 38%에 달한다. 이를 고려해봤을 때 그린빌딩에 대한 수요는 장기적으로 성장할 전망이다. 금리 불확실성 국면 이후를 바라봤을 때 그린빌딩 ETF, 그 중에서도 유럽에 집중하는 GRNR은 정책적 수혜 측면에서 차별화된 투자포인트를 가지고 있다고 판단한다.

칼럼의 재해석

임제혁 연구원

미국 소비와 Wealth Effect (Bloomberg)

인플레이션 압력이 확대되며 2~3월 실질 소매판매가 전월대비 하락하는 등 미국에서의 소비 위축에 대한 우려가 확대되고 있다. 해당 칼럼에서는 지난해 부동산 중심의 가파른 자산 가격 상승세로 인한 부의효과(Wealth Effect)가 소비의 하방을 지지해줄 것이라고 밝혔다.

부의효과(Wealth Effect)는 자산가치 상승으로 소비가 증가하는 현상을 말하고, 소득과 함께 소비를 결정하는 중요한 요인으로 작용한다. 미국 가계의 자산은 대부분을 부동산 자산과 주식투자가 차지하고 있는데, 여러 선행자료에 따르면 변동성이 높은 주식관련 자산보다 부동산이 소비에 미치는 영향이 상대적으로 더 크다. 이를 기반으로 지난해 주택 및 주가의 상승으로 인한 부의효과는 올해 소비를 지난해대비 5,130억달러 높일 것으로 예상된다(올해 블룸버그 예상 소비 증가분의 63%).

미국 주택시장에서의 미스매치가 지속되며 향후 부의효과 또한 지속될 것으로 예상되는 상황이다. 부의 효과는 최근 실질 가처분소득이 하락했음에도 불구하고 증가한 실질소비에 기여했을 것으로 보인다. 코로나 국면 이후의 전례없는 재정지출의 부재로 소비의 모멘텀은 점차 둔화되겠으나 가처분소득이 꾸준히 늘어나는 가운데, 부의효과가 하방을 지지해주며 코로나 이전 수준의 추세를 벗어나 소비가 큰 폭으로 감소할 가능성은 아직 크지 않은 것으로 보인다.

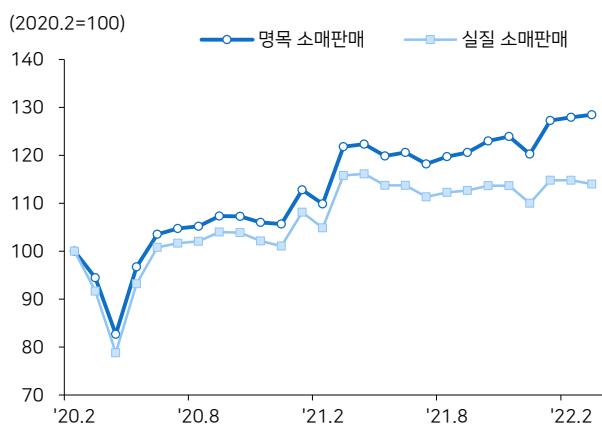
미국 소비를 위협하는 인플레이션 압력

인플레이션 압력으로 미국 소비가 점차 위축될 것이라는 우려가 확대되고 있다. 소비자 심리는 지속적으로 위축되고 있으며, 2~3월 명목 소매판매는 예상치에 부합하며 증가세가 지속되었으나, 실질 소매판매는 전월대비 감소했다.

부의효과(Wealth effect) 소비의 하방 지지할 것

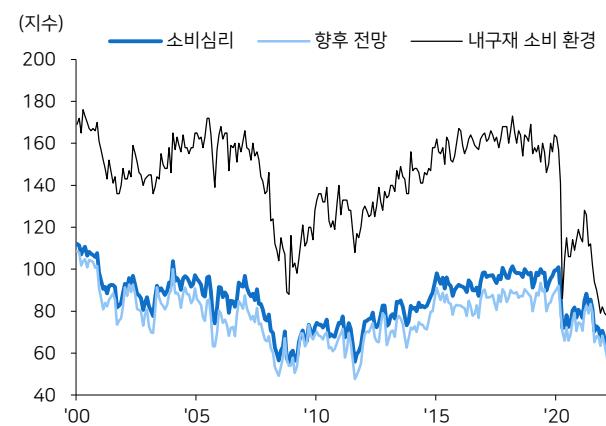
해당 칼럼에서는 지난해 가파른 자산 가격 상승세로 인한 부의효과(Wealth Effect)가 소비의 하방을 지지할 것이라고 밝혔다. 특히 부의효과 영향력이 더 강한 주택 중심의 가격 상승세가 올해에도 이어지며 중장기적으로 소비를 뒷받침해줄 것으로 예상했다. 부의효과는 자산가치 상승으로 소비가 증가하는 현상을 말하며, 소득과 함께 소비를 결정하는 중요한 요인으로 작용한다.

그림1 2~3월 실질 소매판매는 전월대비 감소



자료: U.S. Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미시간대 소비심리 지수 인플레 압력에 하락



자료: University of Michigan, 메리츠증권 리서치센터

주택가격 상승과 부의효과(Wealth Effect)

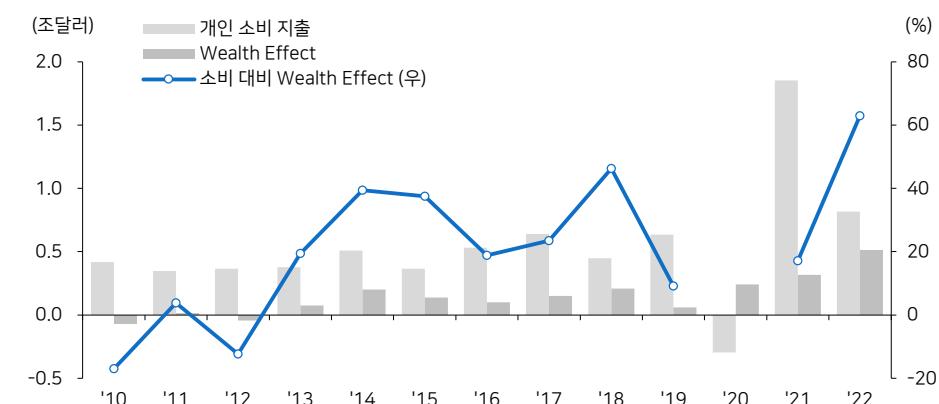
선행된 연구 결과에 따르면 주택 가격은 주가보다 부의효과에 미치는 영향이 더 크다. 이는 주택가격의 상대적으로 낮은 변동성, 주택담보대출을 활용한 현금창출 능력 등 여러가지 요인에 기인한다.

자산가격의 1달러 상승하는 경우 주택의 경우는 6센트, 주식의 경우에는 2센트의 부의 효과가 존재하는 것으로 추정된다(Case, Quigley, Shiller, 2013). 또한 부의 효과가 가격 상승 이후 4분기 정도의 시차를 두고 발생할 것이라고 가정한다.

지난해 자산(부동산+주가)가치 상승이 올해 소비에 미치는 영향

지난해 가계의 직간접적인 주식 보유와 부동산의 가치는 지난해 각각 8.7조 달러, 5.6조 달러 증가했다. 결과적으로 2021년 자산가치의 상승은 부의효과를 통해 올해 소비를 총 5,130억달러 높일 것으로 예상된다. 이는 블룸버그가 추정한 올해 소비 지출의 증가분인 8,160억달러(명목기준)의 63%를 차지한다. 2022년 소비 지출의 증가분 추정은 2019년 대비 1,810억달러 증가한 수치다.

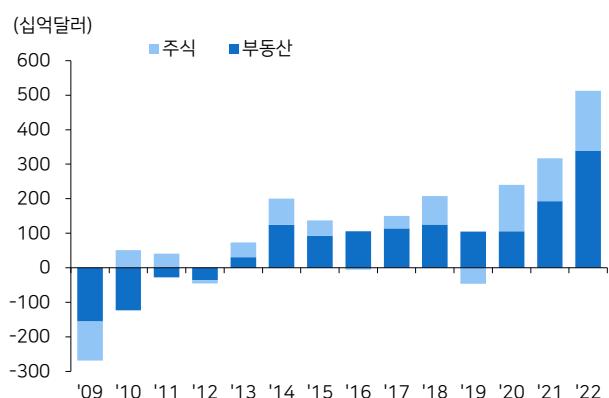
그림3 지난해 높은 자산가격 상승, 올해 소비 뒷받침해줄 것으로 예상



주: 2020년은 명목 PCE가 지난해대비 감소한 영향으로 비율 산정하지 않음

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 부동산 및 주가 상승으로 인한 부의 효과 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 자산가격 1달러 상승시 부의 효과

| (달러) | Housing | Financial |
|-------------------------------|-----------|-----------|
| Case/Quigley/Shiller (2013) | 0.03~0.18 | - |
| Bostic/Gabriel/Painter (2009) | 0.06 | 0.02 |
| Bansak (2010) | 0.04~0.08 | 0.02~0.05 |
| Carroll/Zhou (2010) | 0.06 | 0 |

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

최근 주가의 조정을 감안하더라도, 주택 가격 소비에 미치는 영향이 세배 더 크다는 점을 고려할 때, 향후 긍정적인 부의효과가 유지될 가능성이 높은 것으로 보인다. 주택 가격 상승률이 1분기 수준인 12% YoY로 둔화될 경우 주택의 부의 효과가 상쇄되기 위해서는 30%의 주가 하락이 필요할 것으로 보인다.

모기지 금리가 상승하며 주택을 구입하기 위한 비용이 증가했으나, 여전히 미국의 주택시장은 공급자 우위 시장이 유지되며 주택가격이 빠르게 하락할 가능성은 제한적인 것으로 보인다. 최근의 원자재 가격 상승으로 착공 완료 주택 수의 증가가 제한되며 수급 미스매치가 지속될 가능성이 높아 보인다.

부의효과가 실질 가치분소득
하락에도 불구하고 늘어난
실질 소비 설명하는 부분 있어

부의 효과는 최근 1~2월 실질 가치분소득이 전분기 평균대비 감소했음에도 불구하고 늘어난 실질소비에 기여했을 것으로 보인다. 저축률이 2010~2019년 평균을 밀돌기 시작하며 소비를 늘린 부분도 있겠으나, 부동산 중심의 가격 상승세가 부의 효과를 통해 소비에 긍정적인 영향을 미친 것으로 추정한다.

소비가 코로나 이전수준 추세를
하회할 가능성은 크지 않아

인플레이션의 공습으로 소비자 심리가 여전히 코로나 이전 대비해서 큰 폭으로 하회하고 있으나 3월 근원 CPI가 피크아웃할 조짐을 보이자 소폭 반등한 측면도 참고할만한 부분이다. 이에 더해, 실업률이 3.6%까지 하락한 가운데, 여전히 구인건수/실업자수(1.8배)가 2019년 고점(1.2배)을 웃돌며 여전히 타이트해 이전소득을 제한 가치분소득 또한 지속적으로 늘어나고 있다.

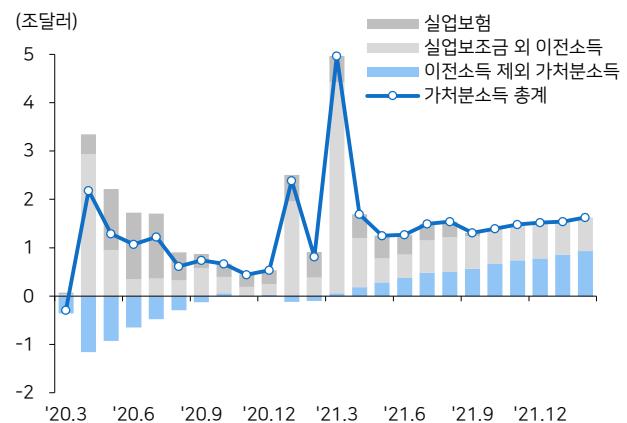
코로나 국면에서의 전례없는 재정지출의 부재로 소비 모멘텀은 점차 둔화되겠으나 가치분소득의 꾸준한 증가세와 함께 부의효과가 하방을 지지해줄 것으로 예상한다. 미국의 소비가 코로나 이전 수준으로의 정상화 추세를 하회할 정도로 감소할 가능성은 크지 않은 것으로 보인다.

그림5 주택 매물 등록 이후 판매까지 걸리는 시간



자료: Redfin, 메리츠증권 리서치센터

그림6 이전소득을 제외한 가치분소득은 증가



자료: BEA, 메리츠증권 리서치센터

원문: *How 2021 Asset Gains Power Consumers in 2022 - Bloomberg*